

新奥股份 (600803.SH) 并购港股新奥能源，首家天然气一体化龙头横空出世

2020年11月06日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2020/11/5
当前股价(元)	13.70
一年最高最低(元)	13.71/7.99
总市值(亿元)	356.20
流通市值(亿元)	168.42
总股本(亿股)	26.00
流通股本(亿股)	12.29
近3个月换手率(%)	59.57

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 优质能源赛道，诞生天然气一体化稀缺标的。首次覆盖，给予“买入”评级。

公司为 A 股市场唯一布局天然气全产业链的稀缺标的，未来在依托新奥能源(H)全国城燃网络的同时不断获取上游低成本气源；有望从此前周期属性标的转型为具稳定成长属性的综合型天然气龙头。我们预测 2020-2022 年，公司归母净利润为 19.9/29.5/37.8 亿元，同比增长 64.9%/48.4%/28.4%，EPS 分别为 0.76/1.13/1.46 元，当前收盘价计算，PE 为 17.9/12.1/9.4 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 天然气为能源优质赛道，管网改革助力成长

油气向新能源过渡中最优桥梁：1 方天然气燃烧热值相当于 10kW·h 电和 1.25 kg 标准煤，为低碳环保的清洁化石能源。RIPED 预测，天然气需求将在 2030 年前后超越煤炭、2040 年超越石油，世界将在“新能源时代”前先进入“天然气时代”。**国家政策强支撑：**根据“十三五”规划，2020 年天然气占一次能源消费目标为 8.3%-10%，天然气产量目标为 2070 亿方，当前基本实现。其中“煤改气”政策下“2+26”城市所在省市天然气消费量快速提升，2005-2017 年 CAGR=17.6%。

“十四五”有望延续上个五年计划的快速发展态势，预计消费增速将维持 8%。**管网改革助力成长：**上游渠道有望放宽，非常规气生产商直接受益，但由于非常规气占比较低，对下游用户利好有限。LNG 进口量占进口总量 64%，为最大增量。国际市场 LNG 现货价格显著低于国内气价，现货 LNG 进口有望快速放量，在与“三桶油”谈判中也会拥有更多筹码，拥有 LNG 接受站的企业最先受益。

● 上下游整合&战略调整显决心，诞生天然气一体化稀缺标的

产业链一体化：上游拥有 800 万吨煤炭和智能建造技术；下游并表新奥能源(H)在 229 个城市布局 2195 万户家庭和 15.7 万户工商业用户，约占全国天然气市场份额 9%，年售气量达 270 亿方并维持每年 15% 增速成长；中游未来有望吸收集团舟山 LNG 接收站（当前已全权由公司管理），一期年处理能力 300 万吨，二期预计 2021 年完成，年处理能力 500 万吨，远期处理能力可达 1000 万吨。**更名&管理层调整显决心：**公司已更名为“新奥天然气股份公司”，且新奥能源(H)原 CEO 韩继深先生和原董事王冬至先生加盟新奥股份(A)，体现了公司转型为“天然气生态运营商”的决心；外聘中海油 LNG 贸易高管郑洪骏入伍，助力 LNG 贸易业务，未来有望凭借集团舟山 LNG 码头窗口期的使用权，锁定更多海外低价气源。

● 风险提示：安全生产风险、政策风险、宏观经济与市场环境变化风险

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,632	13,544	90,148	104,814	122,307
YOY(%)	35.8	-0.6	565.6	16.3	16.7
归母净利润(百万元)	1,321	1,205	1,986	2,947	3,784
YOY(%)	109.4	-8.8	64.9	48.4	28.4
毛利率(%)	21.5	17.6	16.0	17.3	18.2
净利率(%)	9.7	8.9	2.2	2.8	3.1
ROE(%)	15.1	11.7	40.3	35.8	31.9
EPS(摊薄/元)	0.51	0.46	0.76	1.13	1.46
P/E(倍)	27.0	29.6	17.9	12.1	9.4
P/B(倍)	4.2	3.8	3.2	2.6	2.1

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 天然气产业链一体化稀缺标诞生	4
1.1、 重组已完成&管理层调整，新奥股份(A)翻开新篇章	4
1.2、 上中下游协同作用，打造一体化天然气产业链	5
2、 三维度看天然气有望成为能源优质赛道	7
2.1、 能源升级趋势明确，天然气为最佳过渡桥梁	7
2.2、 国家政策确定性高，LNG 或为未来供应主体	9
2.3、 管网改革推动市场化，拥有 LNG 接收站企业有望优先受益	12
3、 并表业务：新奥能源(H)为城燃龙头，将带动公司业绩增长	13
3.1、 全国性城燃龙头，业绩长期稳定	13
3.2、 城燃业务布局全国，城镇化带动成长	15
3.3、 综合能源业绩释放，增值业务渗透率有望提高	17
4、 传统业务：能源工程或受益管网改革，煤炭甲醇弹性较大	19
4.1、 能源化工占比大，业绩具备周期性	19
4.2、 煤炭&甲醇价格回暖，弹性空间较大	20
4.3、 能源工程或将受益管网建设提速	21
5、 盈利预测与投资建议	23
5.1、 估值假设	23
5.2、 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	26
6、 风险提示	27
附：财务预测摘要	28

图表目录

图 1： 农兽药业务起家成功转型清洁能源领军企业	4
图 2： 资产重组前公司股权结构	5
图 3： 资产重组后公司股权结构	5
图 4： 新奥集团天然气全产业链协同发展	6
图 5： 重组前公司主营业务分散（2019，剔除农兽药）	7
图 6： 重组后主营业务以天然气相关为主（2020H1）	7
图 7： 世界能源将在 21 世纪中叶进入“天然气时代”	7
图 8： 当前处于第三次能源转换（油气-新能源）的阶段	8
图 9： 我国为世界第一大能源消费国（2019）	8
图 10： 我国天然气使用占比远低于世界水平（2019）	8
图 11： 预计未来十年我国天然气需求量将翻倍	9
图 12： “2+26”城市所在地煤炭消费量稳中有降	10
图 13： “2+26”城市所在地天然气消费量快速提升	10
图 14： 我国天然气高度依赖进口（2019）	11
图 15： 进口天然气主要以 LNG 为主（2019）	11
图 16： 中国天然气定价体系分为四个环节	12
图 17： 管网改革将改变行业模式	13
图 18： 营业收入稳定增长	14
图 19： 归母净利润 2019 年快速提升	14

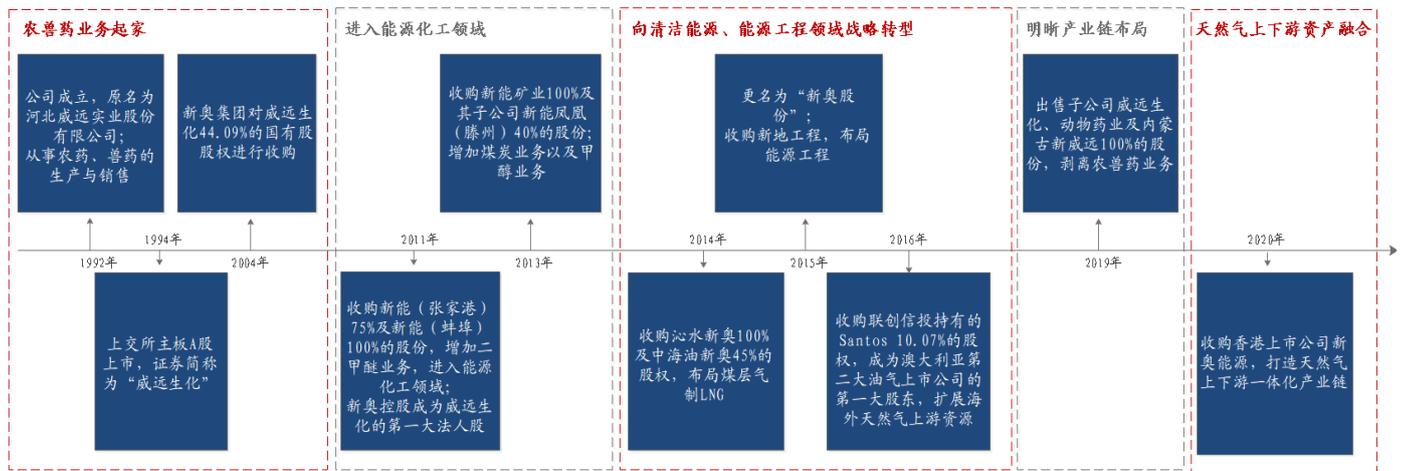
图 20: 天然气零售批发业务为主要营收来源	14
图 21: 综合能源销售服务毛利占比逐年提升	14
图 22: 增值业务毛利率大幅提升, 其余业务毛利保持稳定	15
图 23: 2018 年公司毛利率净利率开始反弹	15
图 24: 公司期间费用率把控良好	15
图 25: 零售业务中工商与居民燃气销量稳步增加	16
图 26: 批发业务燃气销量 2014 年以来逐年增加	16
图 27: 新奥能源(H)业务全国覆盖范围广	16
图 28: 新增住宅用户呈上升趋势	17
图 29: 新接驳带来开口气量呈上升趋势	17
图 30: 全国城镇化率逐年提升	17
图 31: 全国城镇居民人均可支配收入增速稳定在 8%	17
图 32: 综合能源项目自 2018 年以来进入高速增长期	18
图 33: 新奥能源增值业务多样化	18
图 34: 公司历年营收呈上升趋势	19
图 35: 2019 年公司归母净利润有所回落	19
图 36: 公司主要营收来源为化工品生产及贸易	20
图 37: 煤炭与能源工程贡献主要毛利	20
图 38: 公司期间费用率 2016 年以来呈递减趋势	20
图 39: 化工品贸易业务拖累整体毛利水平	20
图 40: 产销基本在 600 万吨/年左右	21
图 41: 自产煤毛利率约为 60%	21
图 42: 2019 年甲醇产销率为 99%	21
图 43: 近年甲醇毛利承压回落	21
图 44: 公司拥有多项资质和国家专业认证	22
图 45: 能源工程毛利稳定在 20% 以上	22
图 46: “十三五”天然气管道历程提升至 10 万千米	22
表 1: 收购新奥能源(H)以资产置换+付现+发股的方式	4
表 2: 天然气“十三五”规划完成度较高	9
表 3: “十四五”能源消费提升空间仍广阔	10
表 4: 3 种假设情景下我国天然气产量预测	11
表 5: 天然气定价分为井口、门站、终端三个环节	12
表 6: 公司拥有丰富的长输管道经验	22
表 7: 燃气零售业务预测	23
表 8: 燃气批发业务预测	23
表 9: 安装业务预测	23
表 10: 综合能源业务及增值业务预测	24
表 11: 公司盈利预测	25
表 12: 可比公司盈利预测与估值	26

1、天然气产业链一体化稀缺标诞生

1.1、重组已完成&管理层调整，新奥股份(A)翻开新篇章

农兽药公司逐步转型进入清洁能源领域。新奥股份前身为河北威远实业股份有限公司，1994年成功上市，证券简称为“威远生化”主要从事农药、兽药的生产与销售。2011年新奥控股成为第一大法人股，公司开始进军能化领域，通过一系列并购举措逐步增加二甲醚、煤炭和甲醇业务。2014年拓展LNG和能源工程领域，逐步打造天然气清洁能源及能源技术服务为主营的业务结构。2019年正式剥离农兽药资产，清洁能源产业链布局思路更加明晰。

图1：农兽药业务起家成功转型清洁能源领军企业



资料来源：公司公告、开源证券研究所

收购新奥能源(H)剥离 Santos, 重组已基本完成。2020年9月11日晚公司公告，截止9月10日，新奥股份(A)拟通过资产置换、发行股份及支付现金购买新奥国际及精选投资持有的新奥能源(H)合计3.69亿股股份，当前已完成标的资产过户，即新奥能源(H)32.8%股权已划转为新奥股份(A)持有；同时原由新奥股份(A)持有的10% Santos 股权作为置出资产，也已置出过户。该交易后续事项主要包括：1) 新奥股份(A)向实控人发行股份，并完成新增股份的登记和上市手续；2) 择机实施不超过35亿元的定向增发，实控人认购不低于10%；3) 新奥股份(A)根据约定，向实控人支付交易现金。本次重组使得新奥股份(A)顺利翻开了新一篇章，迈出了转型成为A股市场天然气龙头公司的第一步。

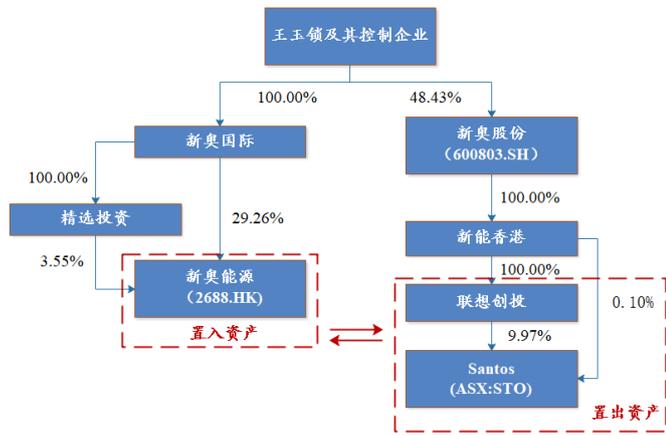
表1：收购新奥能源(H)以资产置换+付现+发股的方式

标的资产	支付方式	具体内容	资金来源
新奥能源(H) 32.81%股份 (总对价：258.4亿元)	资产置换	新奥股份(A)置出子公司新能香港持有的联信创投的 Santos 9.97%股份，对价 70.86 亿元。	募集配套资金： 向不超过 35 名投资者非公开发行股票募集资金不超过 35 亿元。 公司自筹： 公司通过自有或自筹资金进行支付。
	发行股份	新奥股份(A)向新奥国际非公开发行 13.41 亿股，发行价格每股 9.88 元，对价 132.54 亿元。	
	支付现金	向精选投资及新奥国际支付现金对价 55.00 亿元。	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

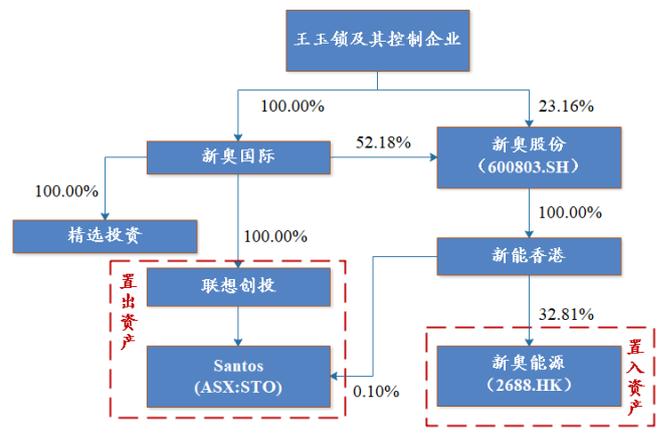
实控人不变，股权进一步集中。收购完成后，新奥能源(H)纳入新奥股份(A)合并范围。公司向新奥国际增发完成后，总股本将从 12.3 亿股增加至 25.7 亿股。公司的控股股东由新奥控股变更为新奥国际，持有 52.18% 的股份；公司的实际控制人不发生改变，仍为王玉锁先生，但控股比例增至 75.34%，股权进一步集中。

图2：资产重组前公司股权结构



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图3：资产重组后公司股权结构



资料来源：公司公告、开源证券研究所

管理层调整适应发展，体现集团看重新奥股份(A)股业务发展。9月13日晚公司发布了部分董事和管理层调整公告，管理层方面，经新奥股份(A)董事会审议通过：

- 1) 调整原 CEO 于建潮先生为联席 CEO;
- 2) 聘任原新奥能源(H) CEO 韩继深先生为联席 CEO;
- 3) 聘任原中海油气电集团贸易分公司常务副总经理郑洪强先生为总裁;
- 4) 聘任原新奥能源(H) 董事王冬至先生为 CFO;
- 5) 调整原总裁关宇先生为副总裁。另外董事会方面，关宇先生和金永生先生申请辞去公司董事职务，董事会提名韩继深先生和郑洪强先生为董事候选人。

本次新奥股份(A)管理层的调整为未来发展的一剂强心剂。我们认为新奥能源(H)原 CEO 韩继深先生和原董事王冬至先生的加盟将增强新奥股份(A)对天然气业务的管理能力和与新奥能源(H)的业务协同能力；外聘中海油集团 LNG 贸易专家入伍，也将为新奥股份(A)天然气上下游一体化发展增添一份有力的保障。

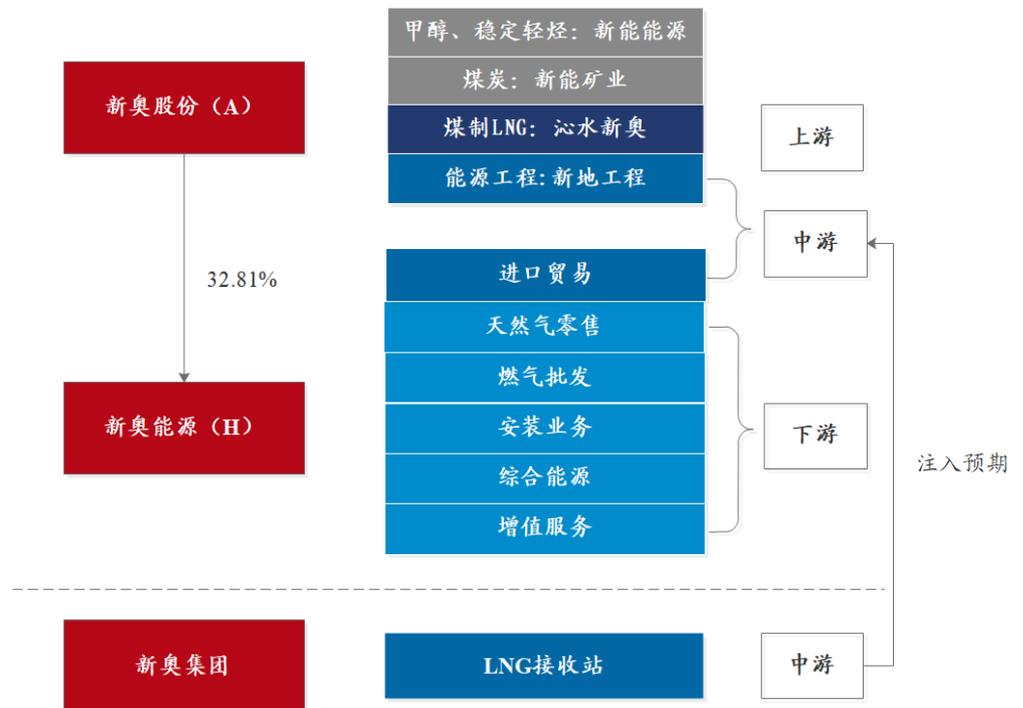
1.2、上中下游协同作用，打造一体化天然气产业链

布局天然气上中下游全产业链。新奥股份(A, 重组前)主要业务涵盖上游天然气生产与中游能源工程等业务，而新奥能源业务则涵盖天然气下游领域，拥有强大的天然气分销网络和相关基础设施，是国内城市燃气行业领先企业。

- 上游：新奥股份(A)重组前覆盖业务为 1) 全资子公司沁水新奥以煤层气制 LNG，一期具产能 15 万立方米/日，二期具产能 30 万立方米/日，年总产能约为 10 万吨；2) 持股 45%中海油新奥，在北海设立 LNG 工厂，加工中海油海上石油伴生气，产能 48 万立方米/日；3) 持股 75%新能能源，具 20 万吨稳定轻烃项目，增设加氢气化和催化气化核心自有煤气化技术产业示范工程，项目主装置已完成安全生产验收，技改完成后将贡献副产 2 亿立方米/年天然气。

- **中游:** 1) 新奥股份(A)的全资子公司新地工程从事能源工程业务,国内一线天然气管网建设企业。曾参与多项国内长输管道及LNG相关项目建设。2) 新奥集团拥有舟山液化天然气接收站,是国内首家民营企业投建的大型LNG接收站项目,一期工程已于2018年10月投入运营,年处理液化天然气达300万吨;二期扩建工程预计2021年完成,年处理能力将达500万吨;远期处理能力可达1000万吨。舟山接收站拥有三个功能性码头,集接卸储存、气液外输、分拨转运、船舶加注、过船、应急调峰等多业务、多功能于一体,其中船舶加注功能为国内接收站首例,可为国际国内的过往船只提供LNG加注服务。未来,上市平台有望凭借集团舟山LNG码头更多窗口期的使用权,锁定更多海外低价气源。
- **下游:** 新奥能源(H)在全国运营229个城市燃气项目,为2194.5万个住宅用户和15.7万家工商业用户提供燃气服务,覆盖接驳人口超过1亿人,天然气储配站199座,现有中输及主干管道5.69万公里,累计投运泛能项目108个,在建项目23个。(数据截至2020年6月30日)

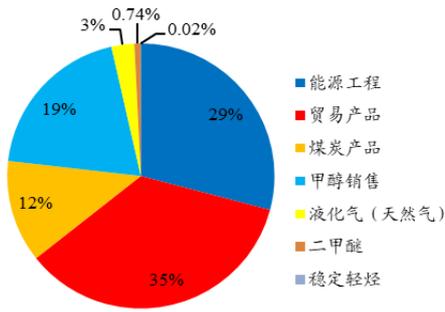
图4: 新奥集团天然气全产业链协同发展



资料来源:公司公告、开源证券研究所

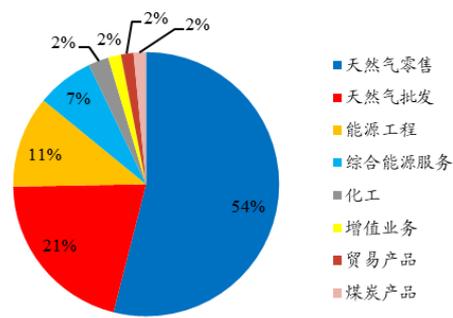
并表后,天然气业务将是公司最主要的盈利来源。重组前,公司业务主要以煤炭、甲醇、能源工程和能化品贸易为主;并表完成后,实现新奥股份(A)控股新奥能源(H),天然气为主要业务,实现了上下游协同发展,上游资源可以更好的对接下游客户,下游客户能够有更充足的上游保证,资源在整个板块内部实现更高效流动。

图5: 重组前公司主营业务分散 (2019, 剔除农兽药)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图6: 重组后主营业务以天然气相关为主 (2020H1)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

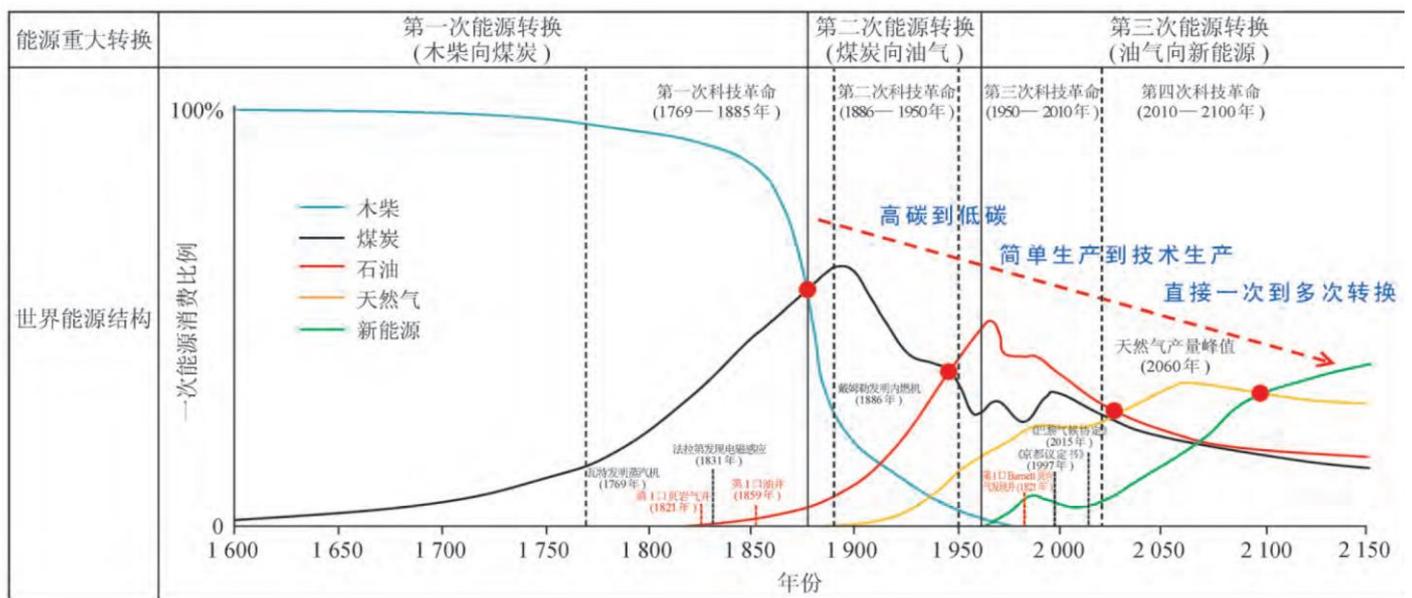
2、三维度看天然气有望成为能源优质赛道

2.1、能源升级趋势明确，天然气为最佳过渡桥梁

从能源清洁性的角度出发: 天然气具有无色、无味、无毒，易散发，热值高的特征。1方天然气燃烧热值相当于 10kW·h 电和 1.25 kg 标准煤的热值。等热值下燃烧天然气，CO₂、NO_x、SO₂、粉尘的排放量分别是煤的 50%~60%、10%、1/682、1/1479，分别是石油的 70%~75%、20%、1/389、1/140，天然气低碳环保，是最清洁的化石能源。

天然气为化石能源向新能源过渡的桥梁。 世界能源发展在木柴向煤炭、煤炭向油气的转化已经基本完成之后，随着经济社会对能源需求的持续增长、低碳社会的到来，人类将经历油气向新能源的第三次重大转换。天然气因其清洁性的特征，将在第三次重大转换的过程中发挥着重要的桥梁作用，**根据中国石油勘探研究院预测:** 天然气将在 2030 年前后超越煤炭、2040 年超越石油，成为向非化石能源发展路途上最主要的能源，进入“天然气时代”，天然气的产量峰值或出现在 2060 年。

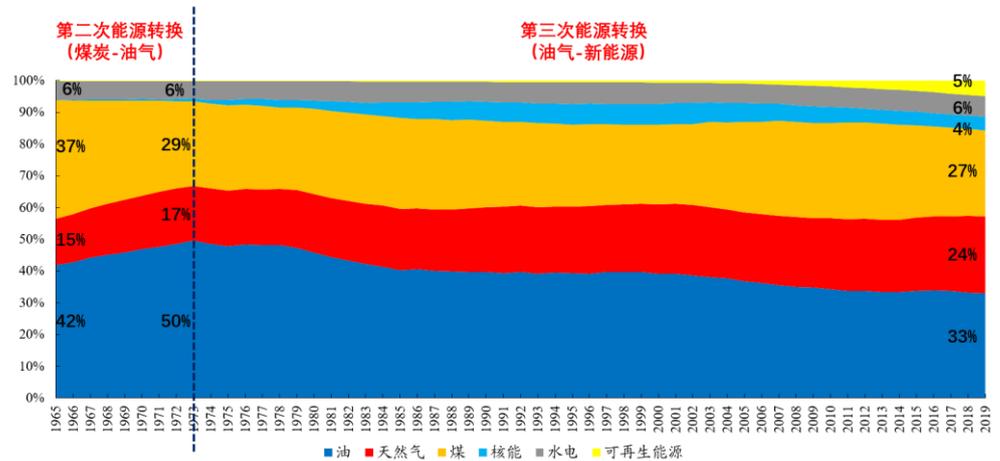
图7: 世界能源将在 21 世纪中叶进入“天然气时代”



资料来源: 中国石油勘探开发研究院

当前全球为“四分天下”的新格局。根据 BP 能源统计，20 世纪 70 年代石油一次能源使用占比达 50%，煤炭、天然气与水电占据另外半壁江山。此后进入第三次能源转换的进程，新能源、天然气能源占比逐渐提高，石油、煤炭能源占比逐渐减少，2019 年最新一次能源消费比例数据显示：石油占 33%、天然气占 24%、煤炭占 27%，新能源占 16%，“四分天下”的能源格局已基本形成。

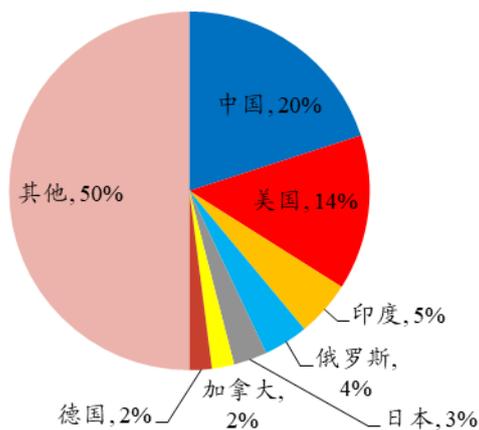
图8：当前处于第三次能源转换（油气-新能源）的阶段



数据来源：BP 能源统计、开源证券研究所

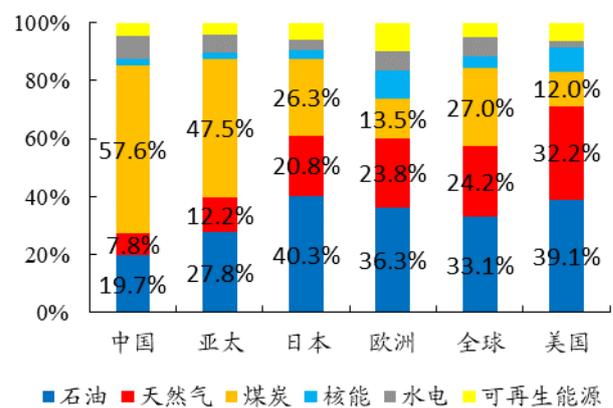
从我国能源结构优化的角度分析：根据 2019 年 BP 能源最新数据显示，我国一次能源消费量占世界能源消费的 20%，为世界第一大能源消费国。但在能源结构上仍以煤炭为主，占比 57.6%，天然气在一次能源使用中占比 7.8%，远低于亚太的 12.2%、日本的 20.8%、全球的 24.2% 及美国的 32.2%，天然气的使用占比提升空间较大。

图9：我国为世界第一大能源消费国（2019）



数据来源：BP 能源统计、开源证券研究所

图10：我国天然气使用占比远低于世界水平（2019）

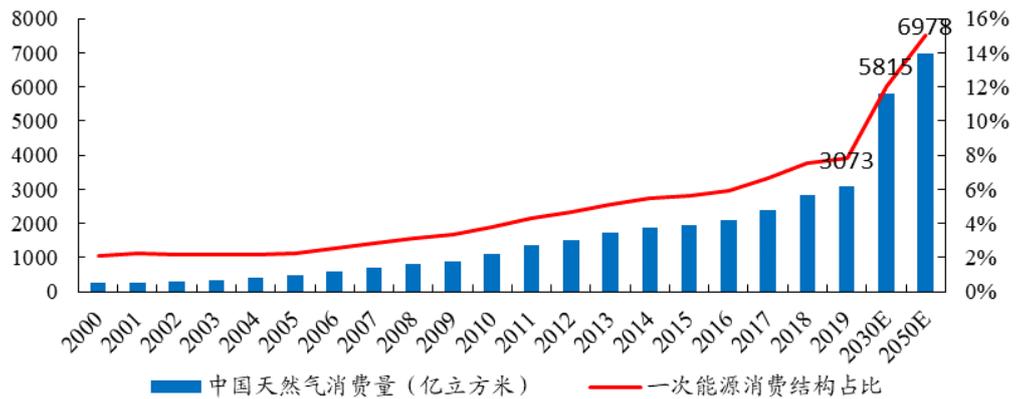


数据来源：BP 能源统计、开源证券研究所

2030 年我国天然气需求量或将翻倍。天然气是我国能源领域中少有的成长赛道，参考英、德、法、日等发达国家人均能源消费量介于 2.9~3.5t 油当量，结合中国经济和人口发展情况，预计人均能源消费量将控制在 3.0 t 油当量的水平附近。根据原国家卫生和计划生育委员会 2016 的统计数据，2030 年中国人口将达到峰值的 14.5 亿人、2050 年将为 13.8 亿人。据此预测，2030 年中国能源消费量将达到高值 43.5 亿吨油当量，2050 年将下降至 41.4 亿吨油当量。以 2030 年中国天然气能源使用占比达 12%（达到当前亚太地区平均水平）；2050 年占比达 15% 作为假设基础，预测

2030/2050年中国天然气使用量分别为5亿和6亿吨油当量，对应5815/6978亿立方米天然气。根据中国石油勘探开发研究院预测结果验证，假设数据处于区间之内。2030年天然气需求量将介于 $5500 \times 10^8 \sim 6000 \times 10^8 \text{ m}^3$ ，占一次能源消费结构的12%；2050年天然气需求量将介于 $6500 \times 10^8 \sim 7000 \times 10^8 \text{ m}^3$ ，占一次能源消费结构的15%。因此，以假设结果2019年的天然气需求量3073亿立方米计算，2030年的增量空间接近翻倍，CAGR约为6%。

图11: 预计未来十年我国天然气需求量将翻倍



数据来源: BP 能源统计、开源证券研究所

2.2、国家政策确定性高，LNG 或为未来供应主体

回顾我国天然气的发展历程，可以将天然气的政策分成两类：第一类为产业发展策略，顶层上对天然气的长期发展进行指导，并提出相应的发展方向和发展目标，如“十三五”规划。第二类为“煤改气”相关政策，从能源替代的角度对天然气的需求产生直接影响。

“十三五”目标基本达成。2020年是“十三五”规划的收官之年，根据2016年12月国家发改委、能源局印发《天然气发展十三五规划》中指出我国天然气行业正迎来新的发展机遇，并从上游资源勘探、中游基础设施建设和下游需求等方面提出了明确的发展目标，为我国未来几年天然气发展提供行动指南。根据“十三五”规划，2020年天然气占一次能源消费比例力争达到8.3%-10%，天然气产量力争达到2070亿立方米，其中页岩气产量达到300亿立方米，当前基本实现预期目标。

表2: 天然气“十三五”规划完成度较高

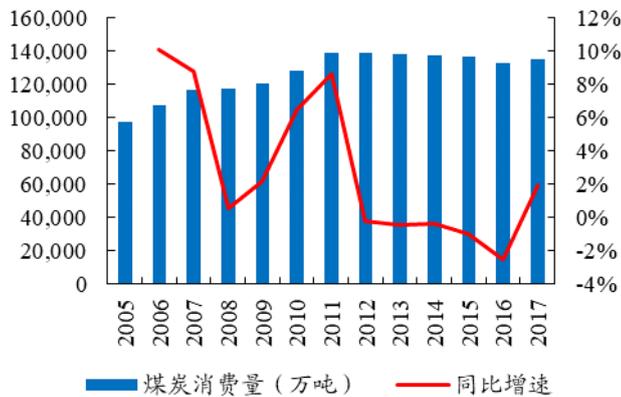
	预期/约束性指标			年度进展情况				发展预期	
	2015年	2020年	增长率	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年预期	总体结论
常规天然气探明地质储量(万亿立方米)	13	16	4.2%	13.73	14.22	15.05	16.45	17	已实现
产量(亿立方米)	1350	2070	8.9%	1369	1474	1603	1762	2000	基本可实现
天然气占一次能源消费比例	5.9%	8.3-10%	—	6.4%	7.3%	7.8%	8.2%	>9.0%	可实现
管道里程(万千米)	6.4	10.4	10.2%	6.8	7.4	7.6	8.5	10.4	可实现
管道一次运输能力	2800	4000	7.4%	—	3100	3200	3740	4150	可实现

预期/约束性指标	年度进展情况				发展预期				
	(亿立方米)								
地下储气库工作气量 (亿立方米)	55	148	21.9%	64	77	87	102	148	基本可实现

数据来源：《天然气发展十三五规划》、《“十四五”天然气发展路径》、《石油规划设计》、开源证券研究所

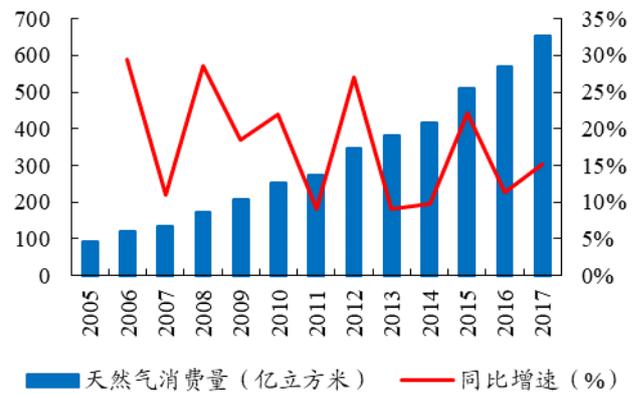
“煤改气”政策成效显著。“煤改气”政策首次提出于2013年国务院印发的“大气十条”政策提出推进“煤改气”工程建设，全面整治燃煤小锅炉，到2017年除必要保留的以外，地级及以上城市建成区基本淘汰10蒸吨/小时及以下的燃煤锅炉。同时提出控制煤炭消费总量，加大天然气供应，到2017年煤炭占能源消费总量比重降低到65%以下。此后北京、天津、山东等省市也相应制定了“煤改气”实施方案，主要包括农村地区“煤改气”工程以及燃煤小锅炉淘汰两方面。在“煤改气”政策驱动下，“2+26”城市所在省市煤炭消费量稳中有降，天然气消费量快速提升，2005-2017年CAGR=17.6%。

图12：“2+26”城市所在地煤炭消费量稳中有降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：“2+26”城市所在地天然气消费量快速提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

“十四五”天然气发展仍具空间。“十四五”期间，中国仍以天然气高质量发展作为目标，根据《“十四五”天然气发展路径》预测，未来五年天然气仍将延续上三个五年计划的快速发展态势，消费年均增速约为8%。

表3：“十四五”能源消费提升空间仍广阔

能源品种		2018	2020E	2025E
能源消费总量	消费量 (亿吨标煤)	46.4	<50	<54
	消费年均增速	3.30%	<3%	<2%
天然气	表观消费量 (亿立方米)	2803	3450	5000
	消费年均增速	17.50%	13%	8%
	比重	7.80%	>9%	>12%
石油	表观消费量 (亿吨)	6.36	6.6	7
	消费年均增速	6.50%	1.80%	1.10%
	比重	18.90%	17.40%	18.70%

数据来源：《“十四五”天然气发展路径》、开源证券研究所

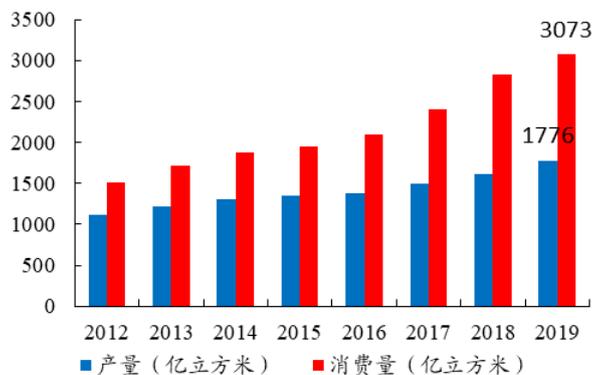
管道气提升空间有限, LNG 为主要提升方向。2019 年我国天然气消费量达 3073 亿立方米, 对外依存度高达 42%; 进口天然气的构成中 36% 为管道气, 64% 为 LNG。天然气管道输送的距离有限, 中国陆上管道气主要从俄罗斯、中亚这 2 个天然气产区进口, 此外中东也是管道天然气进口的潜在对象。**管道气极限供给能力为 1600 亿立方米:** 根据中国石油勘探开发研究院的预测, 按照目前俄罗斯和中亚两大管道气进口路径, 2020、2030、2050 年的供给能力将分别为 750 亿立方米、1200 亿立方米、1400 亿立方米; 若能成功开辟中东管道气进口路径, 2030、2050 年的供给能力将有望分别达到 1350 亿立方米、1600 亿立方米。**LNG 为填补需求缺口的主要途径:** 未来全球天然气供给相对宽松, 多元化的 LNG 供给市场将有利于填补中国天然气需求缺口。目前国内已建和在建的 LNG 接收站能力为 6940 万吨, 2020 年按 80% 负荷测算接收能力将为 750 亿立方米, 基于上文测算的 2030 年全国天然气需求量 5815 亿方为假设, 在乐观情形假设下我国自产天然气 2200 方, 2030 年需要进口天然气数量为 3615 亿, 扣去管道气极限值 1350 亿方, LNG 的进口数量约为 2265 亿方, 将占中国天然气消费量的 39%, 占天然气进口量的 62%。基于此结果, 我国主要城市燃气运营商中, 集团内具有 LNG 接收站资源的天然气企业新奥股份(A)及新奥能源(H)将更为受益。

表4: 3种假设情景下我国天然气产量预测

具体假设		常规天然气	非常规天然气	页岩气	煤层气	总和	
消极假设	常规天然气勘探无重大发现; 非常规气产量在现有领域稳定上升, 海相页岩气是产量增长的主力, 煤层气持续稳步增长	2030E	850	400	400	200	1850
		2050E	400	300	500	300	1500
中性假设	常规天然气勘探获得较大发现; 非常规气在现有领域产量相对较快增长; 致密气产量总体稳定; 海相、陆相和海陆过渡相页岩气全面实现有效开发; 煤层气产量持续稳步增长	2030E	1000	450	450	200	2100
		2050E	600	350	600	300	1850
乐观假设	常规天然气勘探获得重大发现; 非常规气在现有领域产量相对快速增长; 海相、陆相和海陆过渡相页岩气全面实现有效开发; 煤层气产量持续稳步增长; 煤层气产量持续稳步增长	2030E	1000	450	500	250	2200
		2050E	700	350	600	400	2050

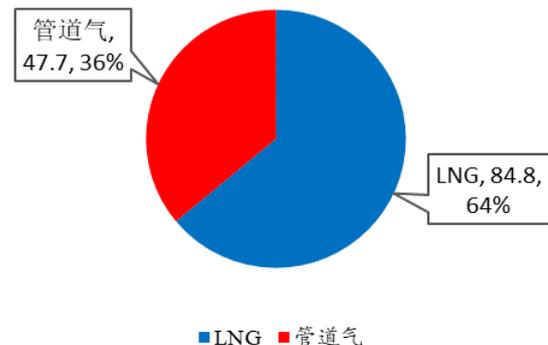
资料来源: 中国石油勘探开发研究院、开源证券研究所

图14: 我国天然气高度依赖进口 (2019)



数据来源: BP 统计、开源证券研究所

图15: 进口天然气主要以 LNG 为主 (2019)



数据来源: BP 统计、开源证券研究所

2.3、管网改革推动市场化，拥有 LNG 接收站企业有望优先受益

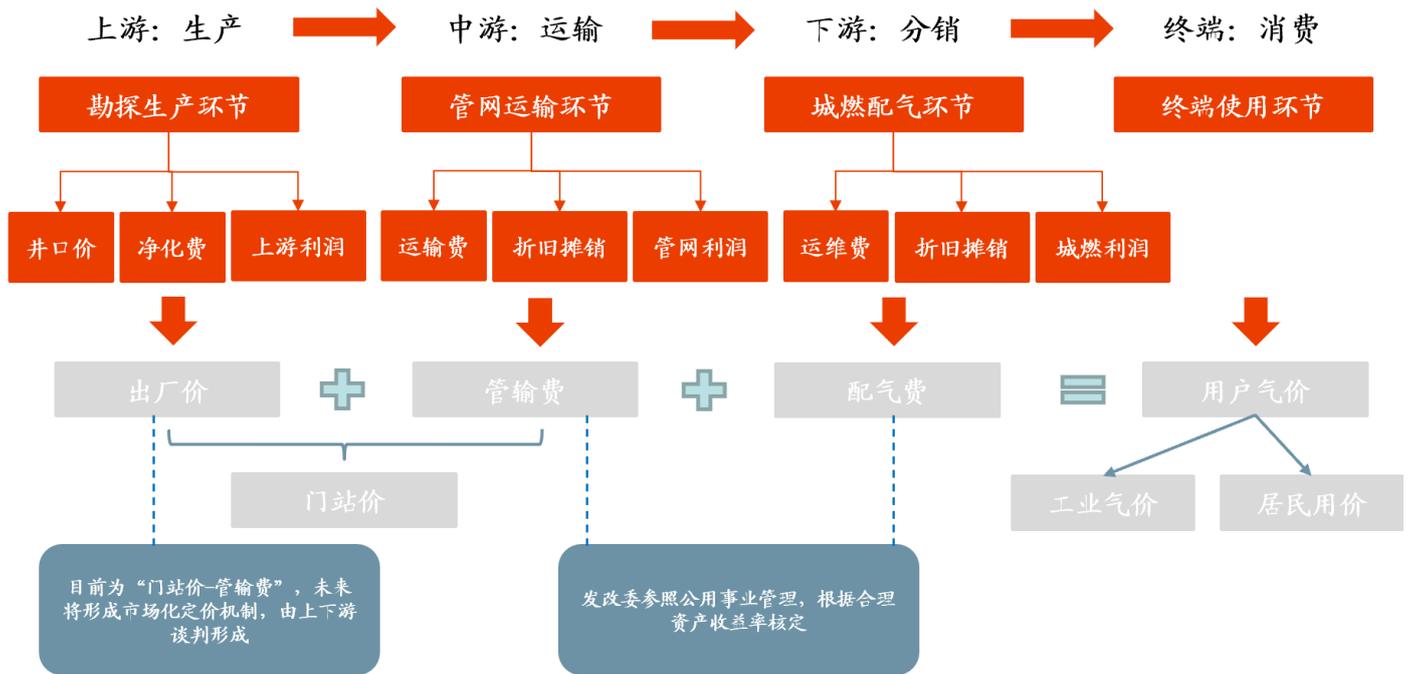
当前我国天然气定价受国家管控。中国天然气价格从出厂环节到零售环节分为出厂价、门站价、零售价。其中，门站价为上游国产陆上或进口管道天然气的供应商与下游购买方在天然气所有权交接点的价格，主要由出厂价和管输费组成；出厂价和门站价的定价机制目前由国家发改委制定核准，门站价格以下销售价格则由省级价格主管部门核准。

表5: 天然气定价分为井口、门站、终端三个环节

环节	定价机制
井口价	门站价-管道运输费
门站价	发改委定价+上下浮动空间+管输费（国家管网+省管网）
终端销售价格	门站价+配售费+零售环节利润

资料来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图16: 中国天然气定价体系分为四个环节



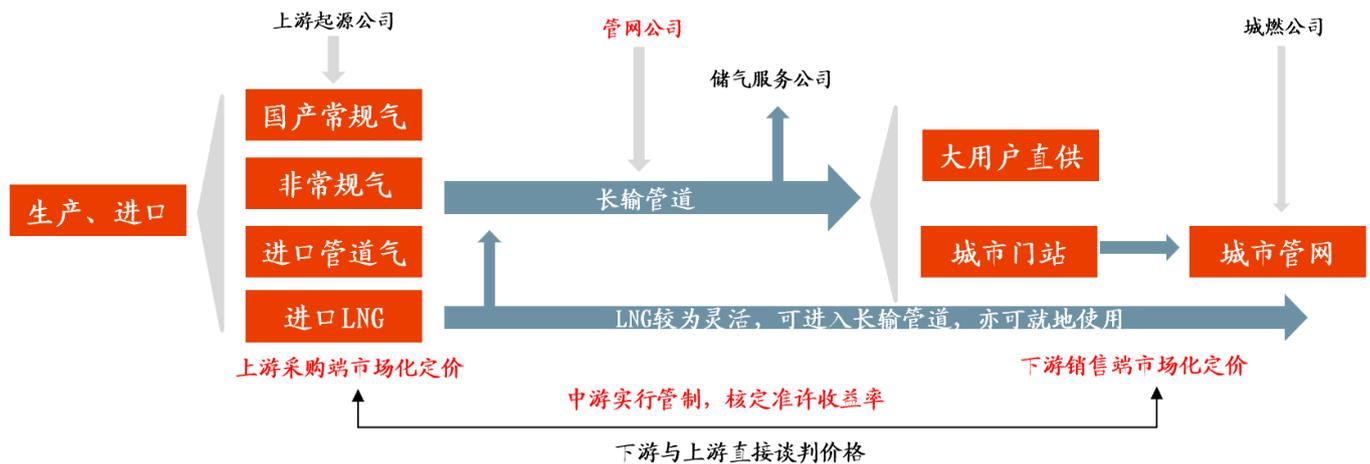
资料来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

气源定价“三足鼎立”存在市场衔接问题。目前我国天然气来源为国产气、进口 LNG、进口管道气，其中国产气基于成本加成原则定价；进口 LNG 合同价格与原油价格（JCC）挂钩，并通过引入 S 曲线等封顶机制，规避一定的市场风险；进口管道气来自前苏联加盟共和国，其定价方法被国际天然气联盟描述为“双边垄断”的政府谈判价，具有很大的不确定性。这三种定价机制缺乏统一的市场化标准，而进口气与国产气的价差也造成了一系列的市场衔接问题。

天然气管网改革的根本意义在于促进市场化定价。与天然气产业链上游勘探、

生产、供应以及下游的贸易、零售以逐步放开、形成多元化竞争格局的市场化改革思路不同，中游管网设施的市场化改革主要是引入“第三方准入制度”，即强制管网运营商公平无歧视地向管网投资方、运营方之外的“第三方”提供管道运输服务。通过向第三方开放管网设施，可以在天然气全产业链引入更充分的市场竞争，从而打破垄断、提高供应效率、降低服务价格。

图17: 管网改革将改变行业模式



资料来源: CNKI、开源证券研究所

拥有 LNG 接收站资源的企业有望优先受益。LNG 为主要的增量空间，上文分析了自产气存在开采周期长等缺点，LNG 为未来我国最大的天然气资源增量来源。管网公司成立优化基础设施建设，对于拥有 LNG 接收站的沿海城市燃气公司，原本 LNG 主要采用槽车运输，干线管网公平接入后，低价气源覆盖面积显著扩大，有利于城市燃气公司异地扩张。另外，在天然气价格市场化背景下，拥有接收站资源意味着开辟第二气源，在与“三桶油”管道气谈判中具有一定优势。

3、并表业务: 新奥能源(H)为城燃龙头，将带动公司业绩增长

3.1、全国性城燃龙头，业绩长期稳定

新奥能源(H)为全国城燃龙头。新奥能源(H)围绕其成熟的城燃业务体系，将业务拓展为天然气零售和批发、燃气接驳安装、综合能源业务和增值业务这4大板块。2000-2019年以来，新奥能源的天然气总销售量从约1700万方增长至270亿方，CAGR=47%。截至2019年底，公司城市燃气项目数217个，覆盖22个省市及自治区，建设管道总长超过5.4万公里，覆盖人口达1.04亿人，已经扩张为国内城燃龙头企业。

天然气销售量高增长带动业绩稳步提升。随着城市燃气项目的增加，公司销售的天然气量保持逐年增长，公司营收稳步上升。2015年由于经济增速放缓导致工业用能需求受限，且国家发改委两次下调非居民天然气价格，公司2015、2016年的营收增速有所下滑。此后几年在“煤改气”政策利好下，天然气销售量增速攀高。疫情下销量不减，价格下调导致业绩下滑。2020H1受疫情影响，需求萎缩的大环境下公司天然气销量仍实现4.8%的逆势增长，油价重挫引起上游天然气采购价格降低，公

公司对终端用户相应提供了价格优惠，且疫情期间新用户工程施工进度有所延迟，2020H1 公司营收同比下滑 10.58%。**公允价值变动影响归母净利润增速**。2014、2019 等年份受可转债和商品对冲工具公允价值变动损益、汇兑损益等一次性影响，公司的归母净利润增速波动较大。公司自 2020 年初开始采用对冲会计，预计将减少公允价值变动对利润表的影响，剔除一次性因素后公司归母净利润基本保持稳定增长。

图18: 营业收入稳定增长

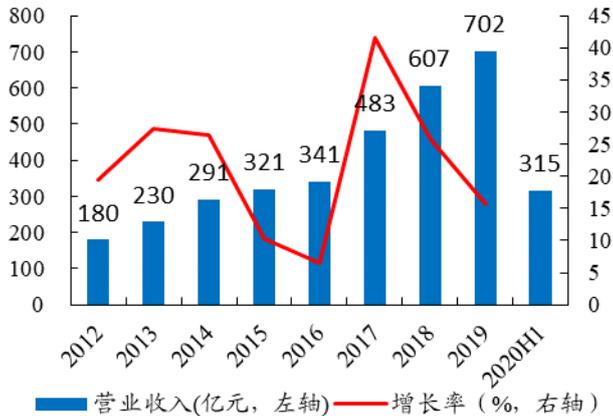
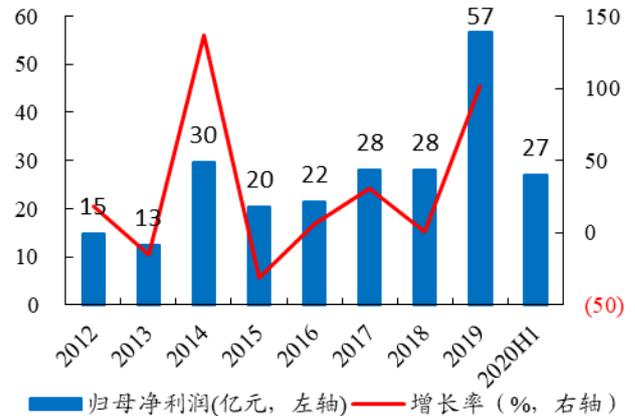


图19: 归母净利润 2019 年快速提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司业务以燃气销售、批发及接驳为主，逐步向综合能源服务商转型。公司的传统主营业务包括燃气销售、批发及接驳三大部分，公司早期主要靠毛利率较高的燃气接驳业务贡献利润，近年来随着燃气接驳业务在收入中所占比重下降，同时由于监管政策趋严、接驳费下行，燃气接驳毛利率也有所下滑，接驳对公司利润的贡献占比逐年下降，过去以一次性接驳利润为主、售气为辅的盈利模式不可持续。近年来，公司逐渐向综合能源服务商转型，综合能源销售服务及增值服务在收入占比中逐年提升，以其极快的增长速度及较高的毛利水平带动利润显著增长，预计成为新的增长引擎。

图20: 天然气零售批发业务为主要营收来源

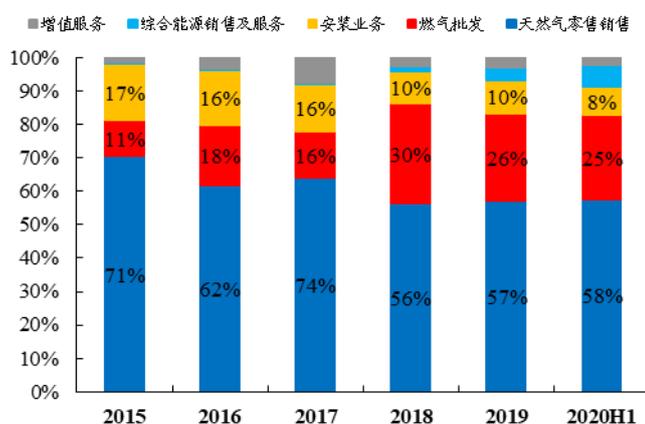
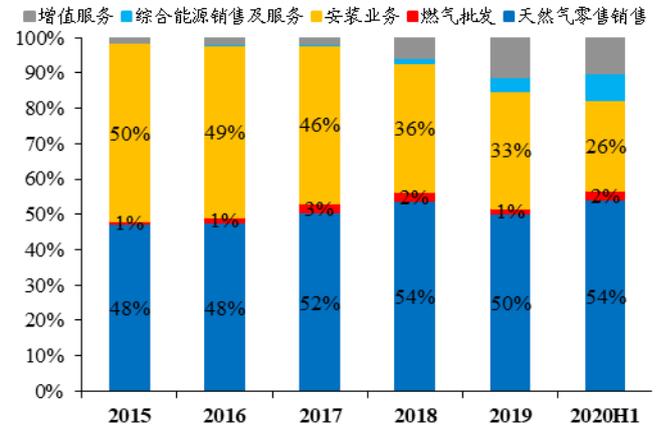


图21: 综合能源销售服务毛利占比逐年提升

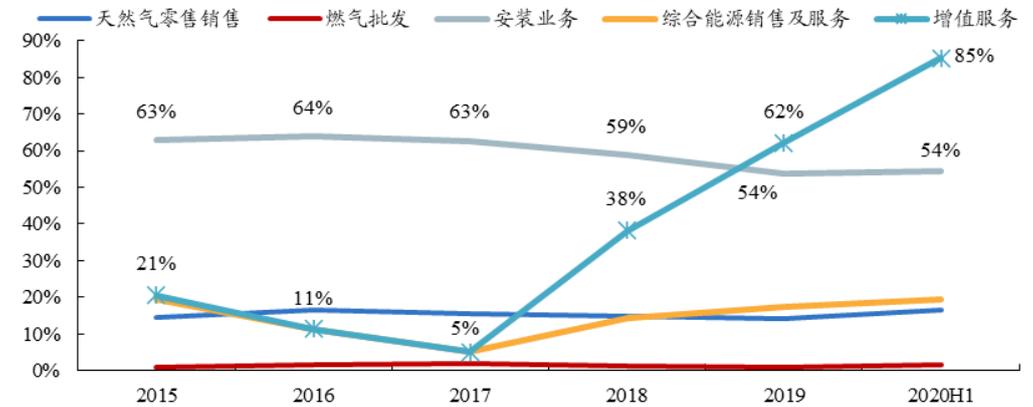


数据来源：公司公告、开源证券研究所

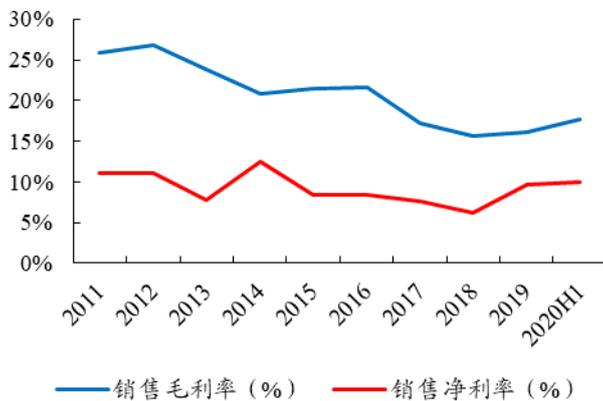
数据来源：公司公告、开源证券研究所

增值业务扭转毛利率下滑颓势，期间费用率把控良好助推净利率提升。近年来，受接驳费下行及销气毛差逐年收窄的影响，公司毛利率持续呈下行趋势，而随着高

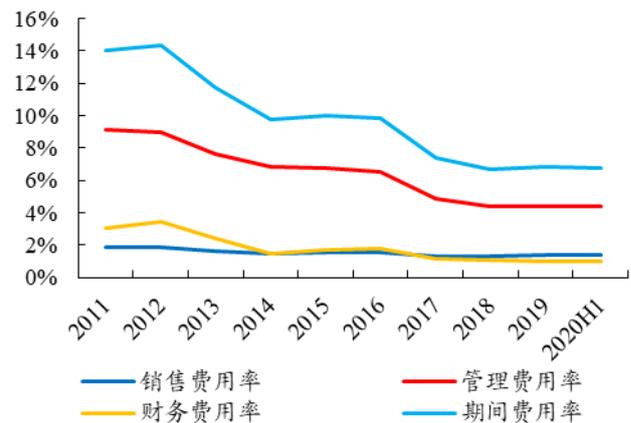
毛利的增值服务业务及综合能源销售业务在收入中的占比提升，公司毛利率自 2018 年起扭转颓势逐步上扬，2020H1 毛利率为 17.8%，较 2018 年提升 2.1 个百分点。公司费用把控成效显著，近年期间费用率持续降低，由 2012 年的 14.3% 大幅降至 2020H1 的 6.8%。

图22：增值业务毛利率大幅提升，其余业务毛利保持稳定


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23：2018 年公司毛利率净利率开始反弹


数据来源：公司公告、开源证券研究所

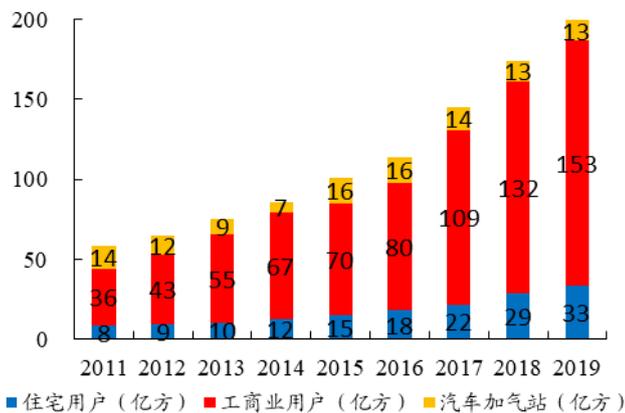
图24：公司期间费用率把控良好


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、城燃业务布局全国，城镇化带动成长

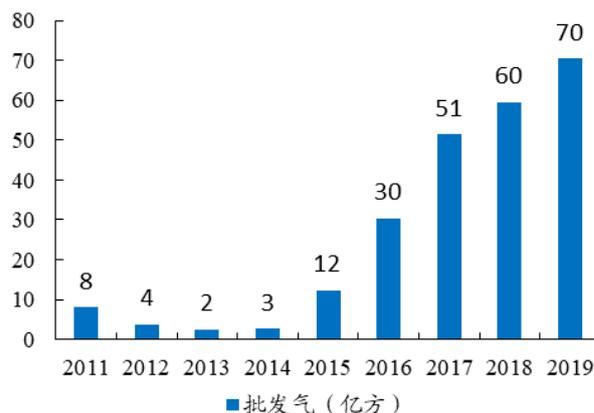
新奥能源(H)业务全国覆盖范围广。截至至 2019 年底，新奥能源(H)在全国 22 个省、直辖市、自治区成功运营 217 个城市燃气项目，覆盖人口数量达 1.04 亿人。受益于我国城市化进程和“煤改气”等政策的推广，新奥能源的燃气销量持续提升。**从业务类别上看**，天然气零售业务分为管道燃气销售和汽车燃气加气站，管道燃气用户包括居民和工商业用户，2011 年以来 CAGR 分别为 19% 和 20%，燃气批发业务是公司利用自身气源网络优势、智慧调度系统及运载能力向小型燃气分销商、城市燃气经营范围外的工商业用户、LNG 加气站及电厂等下游用户销售 LNG，2011 年以来 CAGR=31%。

图25: 零售业务中工商与居民燃气销量稳步增加



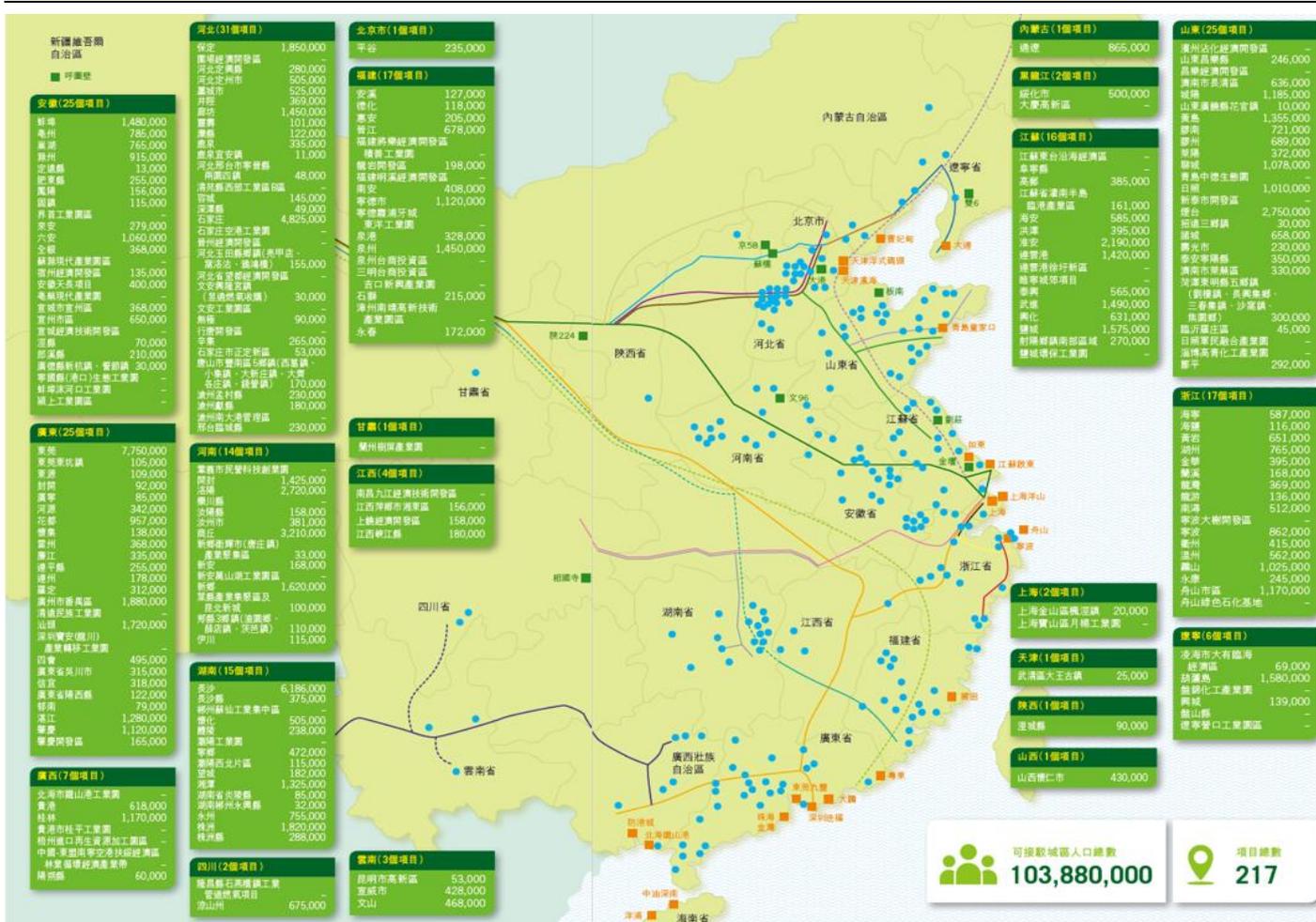
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图26: 批发业务燃气销量 2014 年以来逐年增加



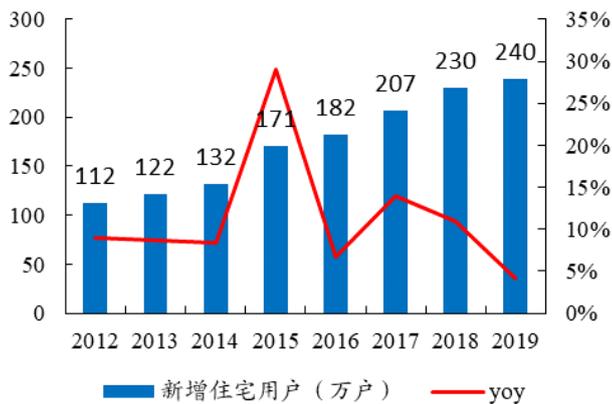
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图27: 新奥能源(H)业务全国覆盖范围图

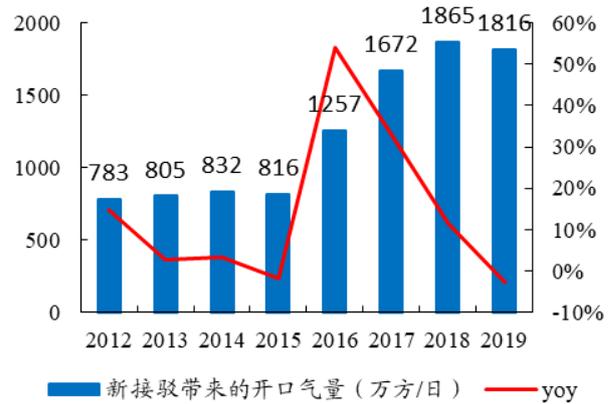


资料来源: 公司公告

安装用户稳定增长。2019 年公司共开发 239.7 万住宅用户，新接驳带来的开口气量为 1816 万方/日，增速较 2017-2018 年有所放缓。每户平均工程安装费为人民币 2539 元，与过去数年相比维持稳定。

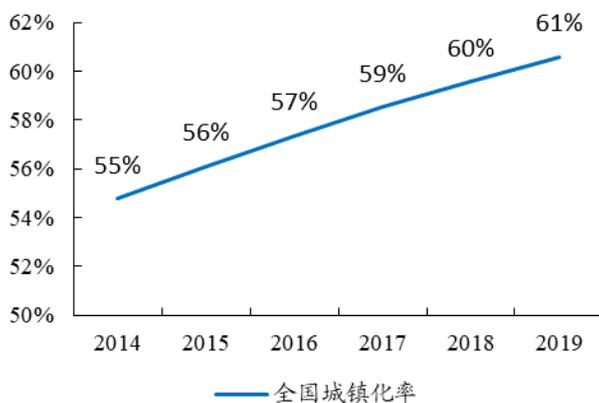
图28: 新增住宅用户呈上升趋势


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图29: 新接驳带来开口气量呈上升趋势


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

城镇化率提高有望抬升用户数。截至2019年底,我国正处于全面建设小康社会的关键阶段,大规模的城镇化进程需配合清洁能源利用以改善环境,公司积极配合地方政府开展“镇镇通”、“村村通”、“美丽乡村”等项目的发展要求,审慎进行农村煤改气工程。2019年集团新开发的239.7万个住户中,新房用户、老房用户及煤改气用户的比例为67%、12%及21%,随城镇化趋势的延续,零售销量有望持续增长。此外,2019年我国城镇居民人均可支配收入为42359元,增速为8%,已快于国家经济增速,反应了人民生活水平的提高,公司通过继续聚焦城镇居民的天然气销售,积极建立阶梯气价机制以提高销售利润。

图30: 全国城镇化率逐年提升


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图31: 全国城镇居民人均可支配收入增速稳定在8%

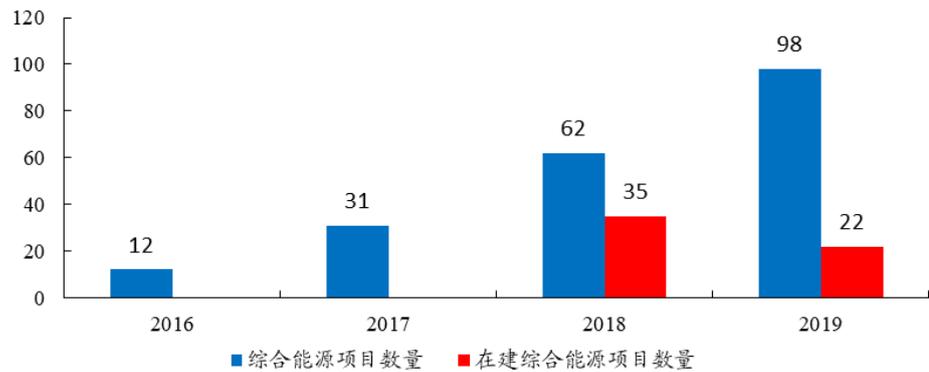

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.3、综合能源业绩释放, 增值业务渗透率有望提高

综合能源业务空间广阔。2019年公司综合能源服务营业收入27.49亿元,同比增长174%;毛利4.73亿元,毛利率17.2%。公司早在2007-2009年便开始探索综合能源服务业务,依托自身资金优势与战略眼光率先建立行业护城河。基于自主研发的泛能技术,从客户需求端出发,在深度了解客户的经营状况、负荷特性、工艺特点的基础上,根据当地资源禀赋,采用天然气、生物质、工业余热、光伏、地热等清洁能源(天然气为主),并比选不同的技术路线,因地制宜为客户选取最优的综合

能源解决方案，提供冷、热、电综合能源供应。综合能源服务可以打破管道燃气项目的特许经营权，有利于公司发挥优势，进一步拓展业务。**业绩进入快速释放期**：2019年公司新投运 36 个综合能源项目，累计投运 98 个项目，在建项目 22 个，预计未来一到两年内投产使用，可实现 200 亿千瓦时的全年销量；新签约 75 个园区类综合能源项目，其中 53 个项目位于本集团燃气特许经营权外，项目落地后有望支持公司业务的快速发展。

图32: 综合能源项目自 2018 年以来进入高速增长期



数据来源：公司公告、开源证券研究所

增值业务具高毛利。增值业务是公司依托自身品牌影响力及与终端客户沟通的终端平台，为客户提供节能技术、工艺改造、设备检修保养等服务和燃气相关产品如灶具、热水器、吸油烟机智能表、警报器等。2019 年增值业务收入 19.88 亿元，同比增长 38.83%；毛利 1236 万元，毛利率 62.2%，同比增长 24.9pct，主要原因为公司所售燃气具等自有品牌商品的毛利率较高。**渗透率有望提高。**2019 年增值业务在整体客户群中的渗透率为 6%，但在 2019 年新增客户中渗透率达到 15%，证明了业务正处于快速发展阶段，未来增长潜力巨大。增值业务的开发，将进一步释放用户的消费潜力。

图33: 新奥能源增值业务多样化

能源专家为工商业客户提供各种能源解决方案

煤改气工艺改造

改造前 → 改造后

成品率 ↑ 2 个百分点
能源消耗 ↓ 40%

节能装备及技术迭加为客户创值

燃气节能器
天然气消耗 ↓ 3.5%

吸热节能涂料
能源消耗 ↓ 3-5%

磁化器
燃烧效率 ↑ 能源消耗 ↓ 17%

资料来源：公司官网

4、传统业务：能源工程或受益管网改革，煤炭甲醇弹性较大

4.1、能源化工占比大，业绩具备周期性

资产扩张带动营收增长，业绩周期性显著。公司通过不断注入资产实现业务拓展，收购标的大部盈利稳定，因此公司营收实现“八年八倍”的跨越式增长，2015-2019年CAGR达24.38%。但受到煤炭、化工产品行业景气度和Santos投资收益影响，公司业绩表现出周期性。2019年公司营收为100.36亿元，受子公司下属王家塔煤矿事故停产及甲醇市场价格低迷的影响，业绩小幅下滑0.65%；2020H1则因疫情与全球油价剧烈震荡的影响，煤炭及甲醇价格趋势下跌叠加销量承压，业绩再度下滑。**从归母净利润来看**，2016年公司持股的Santos因资产减值净亏损3.5亿元，公司归母净利润大幅下滑35.61%，而后随着Santos内部结构调整，债务水平大幅降低，盈利情况逐渐向好，提供的投资收益助推公司净利润的快速增长。2017-2019年公司实现归母净利润6.3、13.2、12亿元，同比增长21.35%、103%、-15.68%，由于业绩及净利率的双重下滑，归母净利润于2019年再度回落。

图34：公司历年营收呈上升趋势

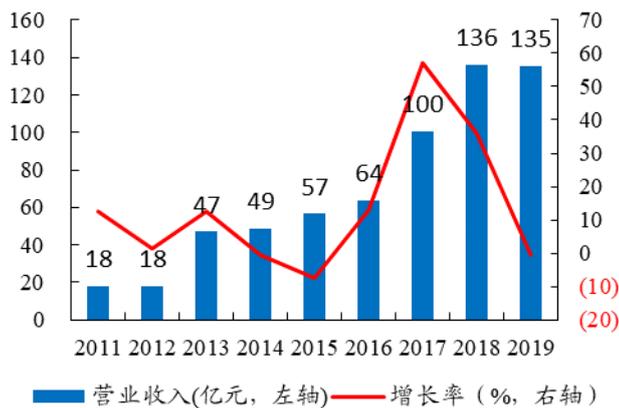
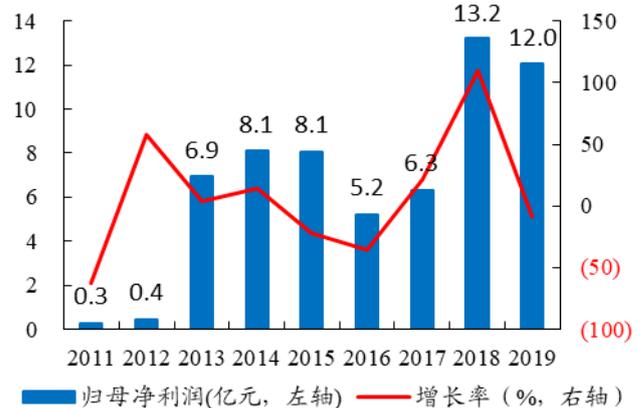


图35：2019年公司归母净利润有所回落

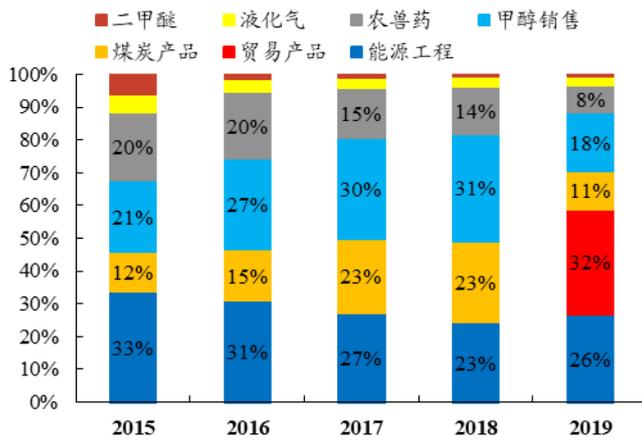


数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

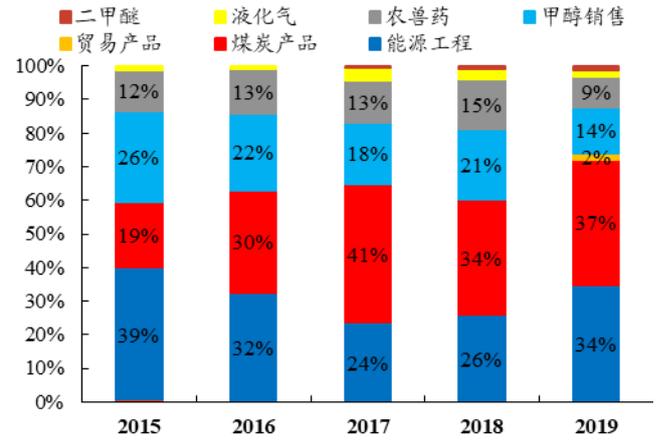
公司主营为能源工程及煤炭、甲醇等化工品。从营收构成来看，能源工程及煤炭、甲醇等化工产品的生产与贸易为公司的最主要营收来源，且占比逐年提升，至2019年其占比达九成，而农兽药等传统业务及二甲醚、液化气等化工品业务占比逐渐压缩，2019H1农兽药业务被彻底剥离。**从毛利水平来看**，能源工程及自产的煤炭、甲醇毛利水平较高，贡献最多营收的贸易产品毛利水平极低。受到化工产品市场销售价格端及原材料成本端影响，甲醇、液化气及能源工程的毛利率持续下滑，而煤炭产品的毛利率逆势上扬，2019年从31.28%上升至57.57%。

图36: 公司主要营收来源为化工品生产及贸易



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

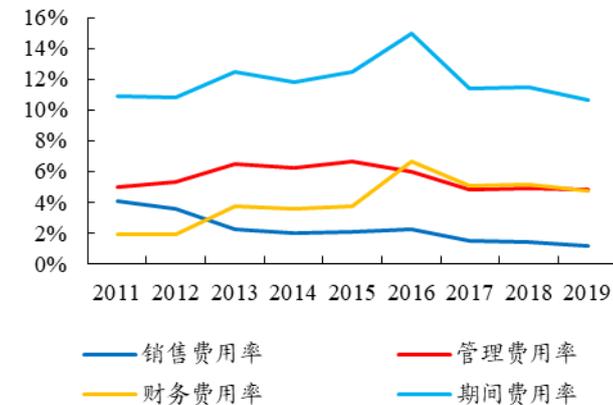
图37: 煤炭与能源工程贡献主要毛利



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

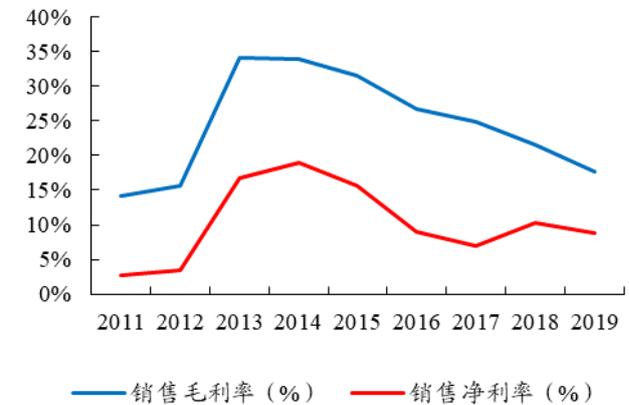
公司期间费用率把控良好，毛利率及净利率持续下滑。2016年因子公司新能香港新增并购贷款及公司发行公司债等原因，财务费用大幅增加，导致整体期间费用率异常升高，而2017-2019年公司期间费用率稳定在11%左右，三项费用率稳定且呈降低趋势。因毛利率较低的贸易业务占比提升及各化工产品毛利率整体下滑影响，公司毛利率及净利率自2013年来出现下滑，2017-2019年公司毛利率分别为24.9%/21.5%/17.6%，净利率为6.9%/10.3%/8.7%。

图38: 公司期间费用率2016年以来呈递减趋势



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图39: 化工品贸易业务拖累整体毛利水平

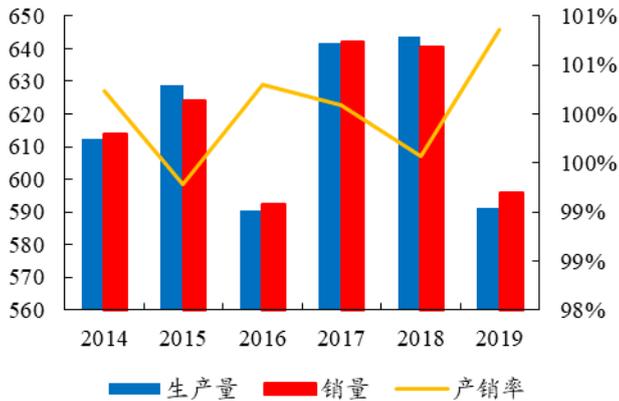


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

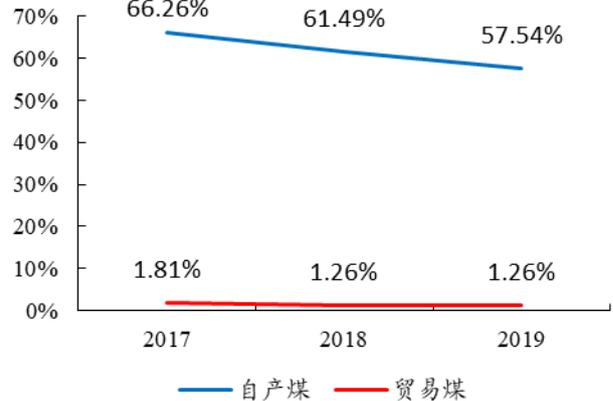
4.2、煤炭&甲醇价格回暖，弹性空间较大

公司煤炭开采业务由全资子公司新能矿业开展。公司拥有王家塔煤矿业采矿权，位于内蒙古鄂尔多斯市伊金霍洛旗林境内。主要产品包括混煤和洗精煤，其中混煤因灰分较高通常用作动力煤，洗精煤灰分及其他杂质含量较低，适合作为一些专门用途的优质煤炭，也可以用作部分煤化工产品的原材料。2019年5月，王家塔煤矿产能获批由680万吨/年增至800万吨/年。公司煤炭产销比较稳定，产销基本在600万吨左右，产能利用率达到90%左右。煤矿事故影响已修复。2019年11月王家塔煤矿因事故停产整顿，2020年2月15日开始恢复生产。

自产煤毛利率较高，贸易煤利润微薄。公司煤炭业务分为自产煤和贸易煤，自产煤包括混煤和洗精煤。2019 年公司产混煤 244.15 万吨、销售 247.81 万吨、单吨毛利 92 元；自产洗精煤 346.89 吨、销售 348.32 万吨、单吨毛利 185 元；贸易煤 324.05 吨、销售 325.18 万吨、单吨毛利 6 元。自产煤平均毛利率 57.54%，贸易煤毛利率平均 1.23%。

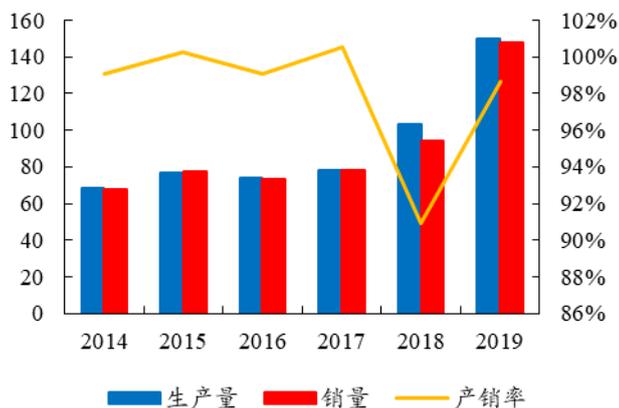
图40: 产销基本在 600 万吨/年左右


数据来源：公司公告、开源证券研究所

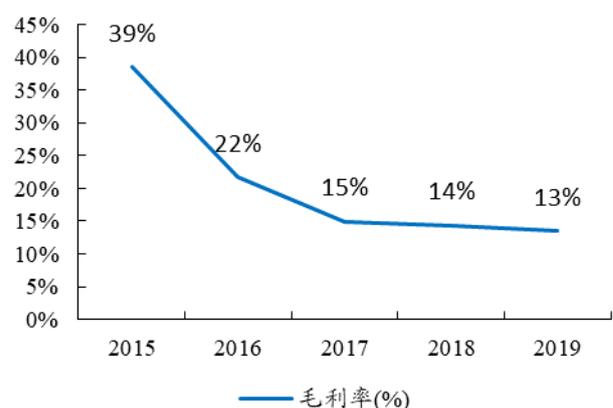
图41: 自产煤毛利率约为 60%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

甲醇产能来自孙公司新能能源，权益产能 90 万吨。一期 60 万吨甲醇项目于 2009 年 7 月正式投产，实际产能可达 75 万吨。二期 20 万吨稳定轻烃项目主装置甲醇装置年产能 60 万吨，于 2018 年 7 月投产。此外，联营企业新能凤凰具有甲醇产能 92 万吨，公司该部分享有投资收益。2019 年公司生产甲醇 149.75 万吨，产能利用率 124.79%；甲醇销售收入 23.9 亿元，同比增长 27.26%。

图42: 2019 年甲醇产销率为 99%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图43: 近年甲醇毛利承压回落


数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.3、能源工程或将受益管网建设提速

新地工程是国内一线天然气管网建设企业。主要从事市政工程、石油化工、煤化工等领域的技术研发、工程设计、设备制造与集成、工程施工与管理的一体化服务业务，在煤基催化、气化、甲烷化，天然气净化、液化及系统能效等方面获得多项国家专利。依托新奥集团曾参与多项国内长输管道及 LNG 相关项目建设，拥有大量的工程经验，其焦炉气综合利用业务市占率达到 38%，未来有望依托现有优势和项目经

验不断拓展市场规模。

表6: 公司拥有丰富的长输管道经验

项目名称	管径	长度	设计压力
西气东输;宝应-大丰港;天然气支线	DN300	135 公里	6.3MPa
东莞市高压管线	DN610	210 公里	4.4MPa
葫芦岛市秦沈线天然气管道利用工程	DN600	14.7 公里	4.4MPa
海宁南北大道/尖山新区次高压天然气管道	DN350	25 公里	0.8MPa
霸州至保定天然气管道工程	D3009	94.9 公里	6.3MPa
定远至凤阳高压天然气管道工程	D508	86 公里	6.0MPa
安丘至诸城天然气长输管线 EPC 工程	D457	60 公里	4.0MPa
环城高压管线一期项目及其附属支线工程承包	D600	16.9 公里	

资料来源: 开源证券研究所

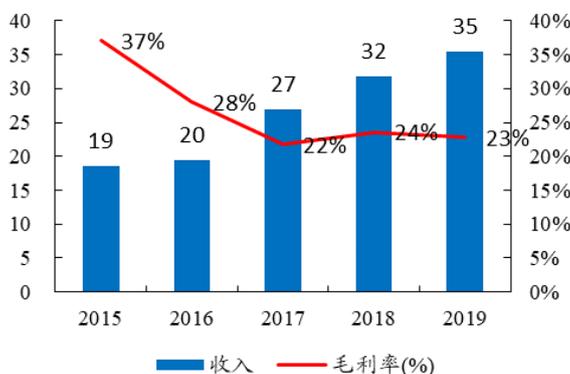
图44: 公司拥有多项资质和国家专业认证



资料来源: 公司官网

能源工程业务已经成为新奥股份的核心业务之一。具有高毛利性: 能源工程业务以“技术+装备”为牵引, DEPMC 一体化服务为支撑, 具有高毛利率的特征, 历年毛利率均高于 20%, **市场空间广阔:** 随国家能源行业政策及环保政策的不断出台促进了我国能源工程业务的发展。“十三五”期间, 管网里程从 6.4 万千米提升至 10.4 万千米, CAGR=10%, 全国范围内大规模的燃气管网、LNG 应急调峰设施建设使能源工程行业拥有广泛的市场发展空间。

图45: 能源工程毛利稳定在 20%以上



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图46: “十三五”天然气管道历程提升至 10 万千米



数据来源: 《“十四五”天然气发展路径》、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、估值假设

新奥能源(H)业务: 公司 2020 中报完成并表, 新奥能源(H)为新奥股份(A)持股 32.8%的子公司。基于历史数据, 我们假设其业务:

- 1) **燃气零售业务:** 预计住宅用户与工商业用户为主要的增长空间, 未来 2020-2022 年仍维持 2015-2019 期间的复合增速, 分别为 22.4%和 21.7%; 汽车加气站销量维持 13 亿方/年的销量水平。

表7: 燃气零售业务预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入(亿元)	226	211	271	343	400	468	564	682
成本(亿元)	193	176	228	291	344	398	470	557
毛利(亿元)	32.6	35.2	42.2	51.4	56.7	70	94	124
毛利率(%)	14.4%	16.7%	15.6%	15.0%	14.2%	14.9%	16.6%	18.3%
销量(亿方)	101	113	145	174	200	240	290	350
住宅用户(亿方)	15	18	22	29	33	41	50	61
工商业用户(亿方)	70	80	109	132	153	187	227	276
汽车加气站(亿方)	16	16	14	13	13	13	13	13

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

- 2) **燃气批发业务:** 预计集团 LNG 接收站二期投产后, 公司产能稳步提高, 2020-2022 年销量预计为 80/90/100 亿方, 毛差维持稳定。

表8: 燃气批发业务预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入(亿元)	34	62	119	181	185	198	210	223
成本(亿元)	34	61	117	179	183	196	207	220
毛利(亿元)	0.4	1.0	2.2	2.3	1.7	3	3	3
毛利率(%)	1.0%	1.6%	1.8%	1.3%	0.9%	1.3%	1.3%	1.3%
销量(亿方)	12	30	51	60	70	75	79	84

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

- 3) **安装业务:** 假设新增居民用户增速维持 2015-2019 的复合增速 8.9%, 2020/2021/2022 年销量分别为 261/284/309 万户, 安装费用始终为 2017-2019 的平均值 2773 元/户。

表9: 安装业务预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入(亿元)	55	56	60	59	69	72	79	86
成本(亿元)	20	20	22	24	32	36	42	50
毛利(亿元)	35	36	37	35	37	36	37	36

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率(%)	62.9%	64.0%	62.7%	58.8%	53.6%	50%	53%	58%
新增居民用户(万户)	171	182	207	230	240	261	284	309
安装费用	3227	3082	2870	2555	2892	2773	2773	2773

数据来源：公司公告、开源证券研究所

- 4) **综合能源业务**：2019 年公司新投运 36 个综合能源项目，公司新签约 75 个园区类综合能源项目，项目落地后有望支持公司业务的快速发展。预计未来综合能源项目数量保持 20% 的增速，收入增速与其对应；毛利维持 17% 的水平。**增值服务**：预计公司的渗透率不断提高，收入年增长率为 20%，2020-2022 年毛利率分别为 50%/55%/60%。

表10：综合能源业务及增值业务预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
综合能源业务								
收入(亿元)	0.83	1.53	2.94	10.05	27.49	33	40	48
成本(亿元)	0.67	1.36	2.79	8.62	22.76	27.38	32.86	39.43
毛利(亿元)	0.16	0.17	0.15	1.43	4.73	5.61	6.73	8.08
毛利率(%)	19.3%	11.1%	5.1%	14.2%	17.2%	17%	17%	17%
综合能源项目数量		12	31	62	98	118	141	169
增值服务								
收入	4.32	11.17	30.93	14.32	19.88	24	29	34
成本	3.43	9.91	29.36	8.84	7.52	11.93	12.88	13.74
毛利	0.89	1.26	1.57	5.48	12.36	11.93	15.74	20.61
毛利率(%)	20.6%	11.3%	5.1%	38.3%	62.2%	50%	55%	60%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

并表后新奥股份(A)业务：公司农兽药业务 2019 已剥离，2020 年不再贡献业绩，当前核心业务为煤炭、甲醇、LNG、能源工程及新奥能源(H)的业务。我们假设：

- 1) **能源工程板块**：十四五管道建设增速维持 10%，能源工程业务量稳定上升，2020-2022 年，收入分别为 42.9/51.5/61.8 亿元，毛利率 2020 年因疫情原因有所承压，而后恢复当之前水平，2020-2022 年毛利率分别为 20%/25%/28%。
- 2) **煤炭**：王家塔煤矿于 2019 年 11 月 9 日停产整顿，于 2 月 15 日复产，假设 2020 年产销量与 2019 年持平，2021/2022 年恢复至 596 万吨。
- 3) **甲醇**：产销量维持当前水平，2020 年平均价格有所下降，2021 年起随油价回暖小幅上升。
- 4) **LNG**：产量维持在稳定状态，2020-2022 年销量均为 15 亿方。

表11: 公司盈利预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
能源工程								
收入(亿元)	18.6	19.5	27.0	31.8	35.5	42.9	51.5	61.8
成本(亿元)	11.7	14.1	21.1	24.3	27.4	34.3	38.6	44.5
毛利(亿元)	6.9	5.5	5.9	7.5	8.1	8.6	12.9	17.3
毛利率(%)	37%	28%	22%	24%	23%	20%	25%	28%
贸易业务								
收入(亿元)					42.9	21.5	30.0	42.0
成本(亿元)					42.5	21.2	29.7	41.6
毛利(亿元)					0.45	0.21	0.30	0.42
毛利率(%)					1%	1%	1%	1%
煤炭								
收入(亿元)	6.69	9.84	22.71	31.74	15.19	14.31	16.39	17.05
成本(亿元)	3.39	4.7	12.38	21.81	6.44	5.96	6.69	6.82
毛利(亿元)	3.3	5.13	10.32	9.93	8.74	8.35	9.70	10.23
毛利率(%)	49%	52%	45%	31%	58%	58%	59%	60%
销量(万吨)	624.2	592.4	642.2	640.7	596.1	596	656	656
甲醇								
收入(亿元)	12.11	17.40	30.52	42.74	23.93	21.54	22.61	23.74
成本(亿元)	7.44	13.63	25.97	36.62	20.71	19.20	19.39	19.59
毛利(亿元)	4.67	3.77	4.55	6.13	3.22	2.34	3.22	4.16
毛利率(%)	39%	22%	15%	14%	13%	11%	14%	18%
销量(万吨)	77.2	73.1	147.4	204.0	147.7	148	148	148
LNG								
收入(亿元)	2.99	2.51	3.27	3.96	3.36	3.33	3.49	3.56
成本(亿元)	2.79	2.34	2.35	3.05	2.90	3.00	3.00	3.00
毛利(亿元)	0.20	0.17	0.92	0.92	0.46	0.33	0.49	0.56
毛利率(%)	7%	7%	28%	23%	14%	10%	14%	16%
销量(万方)	14169	15000	14729	15059	14385	15000	15000	15000
农药								
收入(亿元)	9.47	10.74	12.72	16.07	9.66			
成本(亿元)	7.80	9.01	10.11	12.42	7.89			
毛利(亿元)	1.68	1.72	2.61	3.65	1.77			
毛利率(%)	18%	16%	21%	23%	18%			
兽药								
收入(亿元)	1.92	2.02	2.35	2.63	1.53			
成本(亿元)	1.52	1.50	1.82	2.00	1.19			
毛利(亿元)	0.40	0.52	0.53	0.63	0.34			
毛利率(%)	21%	26%	23%	24%	22%			
化工品								
收入(亿元)	3.42	0.94	0.92	0.88	0.95	0.95	0.95	0.95
成本(亿元)	3.44	0.94	0.78	0.67	0.68	0.90	0.86	0.81
毛利(亿元)	-0.02	0	0.14	0.22	0.28	0.05	0.10	0.14

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率(%)	-1%	0%	15%	25%	29%	5%	10%	15%
其他业务								
收入(亿元)	1.37	0.99	0.91	6.52	2.46	2	2	2
成本(亿元)	0.69	0.7	0.86	6.13	2	1.80	1.80	1.80
毛利(亿元)	0.68	0.3	0.05	0.39	0.46	0.20	0.20	0.20
毛利率(%)	50%	30%	5%	6%	19%	10%	10%	10%
新奥能源(H)业务								
收入(亿元)						795	921	1072
成本(亿元)						668	765	879
毛利(亿元)						127	157	193
毛利率(%)						16%	17%	18%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

5.2、投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级

公司为 A 股市场唯一布局天然气一体化的稀缺标的, 未来在依托新奥能源(H)全国城燃网络的同时不断获取上游低成本气源; 有望从此前周期属性标的转型为具长期稳定成长属性的综合性天然气龙头企业。我们预测 2020-2022 年, 公司归母净利润为 19.9/29.5/37.8 亿元, 同比增长 64.9%/48.4%/28.4%, EPS 分别为 0.76/1.13/1.46 元, 当前收盘价计算, PE 为 17.9/12.1/9.4 倍。我们选取了深圳燃气、重庆燃气、百川能源作为可比公司。可比公司 2020 年平均 PE 为 15.1 倍, 平均 PB 为 2.2 倍, 均低于新奥股份 2020 年的 17.9 倍 PE 和 5.02 倍 PB。我们认为公司是唯一布局天然气一体化的稀缺标的, 收益于管网改革, 上下游一体化的产业链布局更具竞争力, 应该给予更高估值。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表12: 可比公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)					PE				PB
证券代码	证券简称	2020/11/5	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2020/11/5	
601139.SH	深圳燃气	218	10.6	13.0	15.1	17.0	20.6	16.7	14.4	12.8	1.87	
603393.SH	新天然气	81	4.2	5.0	7.8	9.2	19.1	16.1	10.3	8.7	3.07	
600681.SH	百川能源	74	7.3	6.0	8.3	10.4	10.1	12.4	8.9	7.1	1.77	
	平均						16.6	15.1	11.2	9.6	2.2	
600803.SH	新奥股份	356	12.1	19.9	29.5	37.8	29.0	17.9	12.1	9.4	5.02	

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 除新奥股份外, 其他公司数据来自 Wind 一致盈利预测

6、风险提示

- **安全生产风险：**公司涉足的天然气配送、煤炭行业及能源化工行业均属于高风险行业。公司生产的甲醇等能源化工产品亦属于危险化学品，若公司在前述产品的生产活动中出现不可预见的安全事故，将会对公司生产经营活动的开展产生较大影响。
- **政策风险：**根据我国目前的天然气价格形成机制，天然气采购和销售价格均受到政府政策的影响，如果未来天然气采购价格因国家发改委调整门站价格等原因而提高，而各地地方政府价格主管部门未及时调整下游销售价格，或下游销售价格提高幅度小于上游采购价格提高幅度，可能会导致天然气销售毛利空间缩小，对公司的财务状况和经营业绩产生不利影响。
- **宏观经济与市场环境变化风险：**能源行业作为国民经济的基础行业，与宏观经济运行状况密切相关，宏观经济形势变化对公司主要产品的价格和需求有较大影响。由于国内能源行业与国际市场已基本接轨，其变动趋势与国际市场的变动趋于一致，世界疫情的恢复具有不确定性，或对公司的收益造成一定影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6285	6994	63005	27375	89100
现金	1957	2495	11988	14373	27893
应收票据及应收账款	1824	1906	22919	5945	27736
其他应收款	61	87	900	248	1092
预付账款	351	331	4210	1070	5091
存货	1775	1835	22649	5399	26948
其他流动资产	316	340	340	340	340
非流动资产	17230	17359	21632	23857	26028
长期投资	5831	6121	6589	7150	7826
固定资产	8003	7677	11614	13350	14971
无形资产	1050	1023	1021	1021	1003
其他非流动资产	2346	2538	2407	2337	2228
资产总计	23514	24353	84637	51232	115128
流动负债	9323	8186	60261	18135	71520
短期借款	1991	2712	2712	2712	2712
应付票据及应付账款	2979	3674	41452	10244	49375
其他流动负债	4352	1800	16097	5179	19433
非流动负债	4855	6039	6467	6605	6018
长期借款	3417	5528	5333	5300	4747
其他非流动负债	1438	511	1134	1305	1272
负债合计	14178	14225	66727	24740	77539
少数股东权益	795	774	5458	11496	19248
股本	1229	1229	2600	2600	2600
资本公积	1794	1779	1779	1779	1779
留存收益	5323	6274	11514	18574	27638
归属母公司股东权益	8542	9354	12452	14996	18341
负债和股东权益	23514	24353	84637	51232	115128

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1222	1408	13245	6523	18456
净利润	1406	1184	6670	8985	11536
折旧摊销	430	545	589	778	913
财务费用	704	637	1479	1517	1531
投资损失	-584	-589	-216	-327	-434
营运资金变动	-636	-341	4770	-4434	4904
其他经营现金流	-97	-27	-45	5	6
投资活动现金流	-1298	303	-4646	-2677	-2651
资本支出	1342	593	3850	1660	1490
长期投资	0	-41	-468	-627	-676
其他投资现金流	44	855	-1264	-1644	-1838
筹资活动现金流	-406	-1142	893	-1461	-2285
短期借款	-1086	722	0	0	0
长期借款	165	2111	-195	-34	-553
普通股增加	244	0	1371	0	0
资本公积增加	1984	-15	0	0	0
其他筹资现金流	-1713	-3960	-282	-1427	-1732
现金净增加额	-496	585	9492	2385	13521

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13632	13544	90148	104814	122307
营业成本	10697	11162	75700	86721	100013
营业税金及附加	247	296	901	1048	1223
营业费用	189	153	1253	1457	1700
管理费用	520	522	2704	3144	3669
研发费用	146	128	454	659	962
财务费用	704	637	1479	1517	1531
资产减值损失	97	-16	36	44	47
其他收益	11	16	0	0	0
公允价值变动收益	-2	0	-0	-1	-1
投资净收益	584	589	216	327	434
资产处置收益	1	7	0	0	0
营业利润	1627	1262	7837	10550	13595
营业外收入	31	148	142	93	104
营业外支出	37	13	18	22	22
利润总额	1621	1397	7961	10621	13676
所得税	215	213	1291	1636	2140
净利润	1406	1184	6670	8985	11536
少数股东损益	84	-21	4684	6038	7752
归母净利润	1321	1205	1986	2947	3784
EBITDA	2339	2396	8676	11344	14286
EPS(元)	0.51	0.46	0.76	1.13	1.46

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	35.8	-0.6	565.6	16.3	16.7
营业利润(%)	82.7	-22.4	521.0	34.6	28.9
归属于母公司净利润(%)	109.4	-8.8	64.9	48.4	28.4
获利能力					
毛利率(%)	21.5	17.6	16.0	17.3	18.2
净利率(%)	9.7	8.9	2.2	2.8	3.1
ROE(%)	15.1	11.7	40.3	35.8	31.9
ROIC(%)	9.2	8.4	31.4	36.4	40.9
偿债能力					
资产负债率(%)	60.3	58.4	78.8	48.3	67.3
净负债比率(%)	81.1	66.4	-9.1	-13.7	-47.7
流动比率	0.7	0.9	1.0	1.5	1.2
速动比率	0.4	0.5	0.6	1.1	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	1.7	1.5	1.5
应收账款周转率	8.9	7.3	7.3	7.3	7.3
应付账款周转率	3.8	3.4	3.4	3.4	3.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.46	0.76	1.13	1.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.54	5.09	2.51	7.10
每股净资产(最新摊薄)	3.29	3.60	4.26	5.24	6.53
估值比率					
P/E	27.0	29.6	17.9	12.1	9.4
P/B	4.2	3.8	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA	18.8	18.0	4.6	3.9	2.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn